

同洲电子(002052)

公司研究/点评报告

业绩基本符合预期，引领“四屏合一”家庭娱乐产业

——同洲电子(002052) 2012 年年报点评

民生精品---点评报告/传媒行业

2013 年 4 月 18 日

一、事件概述

近期，同洲电子公司发布 2012 年年报：报告期内，公司实现营收 21.06 亿元，同比增长 4.57%；归属于上市公司股东的净利润为 1.93 亿元，同比增长 761.18%；实现基本每股收益为 0.57 元，扣非每股收益为 0.47 元。

此外，公司公布 2012 年利润分配预案：以 2012 年 12 月 31 日公司总股本 341,479,847 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元人民币（含税），每 10 股送红股 5 股（含税），每 10 股转增 5 股。

二、分析与判断

➤ 业绩基本符合预期，营收增长4.57%，净利润增长761.18%

1、业绩基本符合预期。（1）此前公司发布的 2012 年业绩快报指出，公司净利润为 1.95 亿元，同比增长 971.32%。此次年报数据低于快报数据。其中，净利润增速产生较大差异的原因是，公司对前期会计差错更正及追溯调整进行了修正，2011 年净利润为 2,243 万元，导致净利润增速有所下降。（2）业绩增长原因为：①公司强化合同管理，提高科学生产的效率、主动放弃毛利率低、回款较差的订单，使得产品的综合毛利率有所提高；②随着全国各地有线电视运营商网改的进度不断加快，各有线运营商客户对双向、高清机顶盒的需求量大幅上升，导致公司此类高毛利率产品出货量大幅增长；③确认递延所得税资产增加，使得所得税费用减少；④确认的补贴收入有所增加，使得非经常性损益增加 3,420 万元。（3）各业务营收增速为：卫星电视接入设备（18.40%）、有线电视接入设备（8.80%）、其他设备（-29.34%）。（4）各业务营收占比为：卫星电视接入设备（34.32%）、有线电视接入设备（56.18%）、其他设备（9.50%）。（5）国内外市场收入占比为：国内占比为 56.55%，国外为 43.45%。国外市场开拓较为有力。

2、公司综合毛利率与上年同期相比提升 4.45 个百分点，达到 27.62%。我们判断，主要是有线电视高清机顶盒等高毛利率产品出货比例较高所致。各业务对综合毛利的贡献率分别为：卫星电视接入设备（9.17%）、有线电视接入设备（15.11%）、其他设备（3.12%）。

3、期间费用率方面，公司控制较好，较去年同期下降 1.49 个百分点，至 20.91%。销售费用率、管理费用率均下降。2012 年销售费用率、管理费用率与财务费用分别为 7.27%、10.23%与 3.49%，较去年同期降低 1.08 个百分点、1.19 个百分点与提高 0.76 个百分点。对于财务费用率的提高，我们判断，主要是公司为提前收回应收款项给予客户一定的现金折扣以及汇兑损益增加所致。

➤ 传统机顶盒业务增长平稳，但依托技术及平台优势，实现了较高毛利率

1、2012 年传统机顶盒业务增长平稳。（1）传统机顶盒及相关设备销售量为 797.2 万台，同比增长 19.96%；生产量为 799.79 万台，同比增长 20.5%。（2）卫星电视接入设备营收 7.04 亿元，同比增长为 18.40%；有线电视接入设备营收为 11.53 亿元，同比增长为 8.80%。

2、由于工艺改进、中间件收入增加以及前端平台系统的排他性，有线电视机顶盒业务保持了较高毛利率，为 26.90%，去年为 19.88%。（1）公司对几款主打机顶盒产品进行了工艺改良，全部采用 ALL-IN-ONE 的设计，降低了产品的整机成本，提高了综合毛利率。（2）公司传统订单市场保持稳定并带来中间件产品收入的提高。广东省、深圳的地区销售额均突破亿元大关，哈尔滨、江苏、成都、武汉等省、市地区实现了中间件产品的销售收入。（3）公司在广东、辽宁、哈尔滨等区域借助前端平台系统的搭建和运营，保持了终端产品较高的毛利率。

3、我们预计，由于竞争加剧，2013 年公司传统机顶盒毛利率会有所下降，但依托

强烈推荐

维持评级

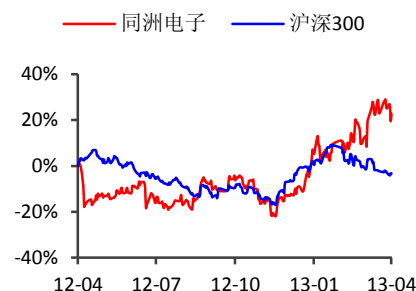
合理估值：

21 元

交易数据（2013-4-17）

收盘价（元）	12.90
近 12 个月最高/最低	13.98/8.01
总股本（百万股）	341.48
流通股本（百万股）	260.38
流通股比例%	76.25%
总市值（亿元）	44.05
流通市值（亿元）	33.59

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：郑平

执业证书编号：S0100512080001

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

研究助理：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

- 《业绩实现反转，全年超预期高增长》2012.10.25
- 《业绩符合预期，期待智能电视一体机放量》2012.08.16
- 《抢滩智能电视市场，缔造广电客厅文化》2012.06.12
- 《战略转型持续推进，海内外市场拓展并举》2012.5.21
- 《转型阵痛已过，业绩拐点将见》2012.4.12

公司技术与平台优势，公司仍有希望保持较理想的毛利率水平。未来，国网公司即将进入实质性运营阶段，公司在广电运营商积累的资源将在全国广电网络整合带来的巨大市场机遇中占据优势地位，市场份额有望扩大，从而毛利率仍可维持较好水平。

➤ **传统机顶盒业务，海外市场取得较大突破，实现营收8.91亿元，增长16.23%**

1、2012 年公司充分参与国际市场竞争，推动产品更新换代，在国际市场开拓方面实现了很大的突破，尤其是拉丁美洲、东南亚地区、俄罗斯联邦，东欧的市场份额有明显提升。

2、我们认为，随着高清机顶盒及 OTT 等产品的持续拓展，海外市场仍将成为公司未来重要增长点。包括：（1）发展中国家及地区，例如印度，印尼，俄罗斯等地正在全面进行数字电视平移，有巨大市场需求。（2）2014 年巴西世界杯赛事对于南美地区高清机顶盒销售的拉动，市场容量仍然较大。（3）公司参股的柬埔寨——至高传媒，即将正式运营三网融合项目。2013 年，除继续完成至高传媒的运营准备工作外，预计在 6 月份展开各个技术平台的搭建工作，在 7 月底完成机房装修、市场调查、整体网络规划、无线网络规划和设计等工作，计划 10 月份设备进场调试安装，12 月开始系统联调，年底前完成运营的技术准备工作。

➤ **“硬件+服务+内容+渠道”商业模式基本建立，2013年重点关注公司深耕“四屏合一”家庭娱乐市场**

1、经过近三年的研发投入以及战略转型，公司已经基本建立“硬件+服务+内容+渠道”商业模式。（1）硬件：公司推出飞 TV、飞看、飞 Pad、飞 Phone 等，具备四屏合一、智能互动操作功能。目前，公司利用国广东方 CIBN 互联网业务运营的资源进行电视机顶盒、数字电视一体机、手机等互联网终端产品的销售，并将通过 CIBN 互联网电视集成播控平台与国广东方共同推广 CIBN 互联网电视业务。（2）服务：公司推出“甩甩看”、“飞飞看”、“说说看”、“投投看”、“摸摸看”在内的甩信、四屏互动、语音输入等三网融合业务，扩展智能电视增值空间。（3）内容：公司与上海文广互动合资成立文广视联，获得比肩“百视通”的海量影视内容，且龙视传媒、爱渡飞集成了大量第三方内容与应用。（4）渠道：公司为全国 18 个省市搭建数字电视互动业务平台，现已覆盖 1 亿用户，占据全国三分之一强用户。公司在深圳、武汉、长春已经建设较为完整的销售渠道并迅速有了市场销售收入，贵州、江苏、天津、中山已经分别完成或正在进行前期的产品测试，测试完成后即可与广电签订意向合作书，实现进店销售。未来公司还将拓展苏宁、国美等卖场渠道，同时将建立 1000 家体验店。此外，在售售后服务方面，公司成立“优迅维”，提供售后服务。

2、公司拥有独家专利技术，在业内首推“电视映像触控技术——摸摸看”，引领三网融合进入四屏合一时代。（1）“摸摸看”技术解决了制约客厅文化发展的电视屏的操控问题，把电视内容同步“映射”到手机和 PAD 上，并由手机和 PAD 同步控制电视，实现了“大屏映小屏、小屏管大屏”的低延时操作视听。（2）根据我们的现场感受，用户体验良好。通过 PAD 操作，可以很方便地实现屏幕切换、内容推送、游戏操控等应用，使得用户“找回对大屏的爱”。我们判断，只要营销得当，公司“四屏合一”相关产品及业务有望取得爆发性增长。

3、公司“四屏合一”相关产品与业务将在 2013 年正式商用，我们期待公司划时代的产品能够取得成功。其中：（1）公司于 2 月 4 日在电子商城（飞 shop）正式发售智能手机“飞 PHONE”；（2）4 月 16 日，公司推出了基于“电视映像触控技术——摸摸看”的全新飞系列终端产品“飞 TV”，并联合晋声科技发布智能电视一体机的创新商业模式，宣布推出应用于广电系统的“飞利浦广电定制智能一体电视”。我们预计公司 5 月发布工程机，7 月正式商用。（3）此外，我们预计，OTT 机顶盒“飞看”将于 4 月下旬正式商用。（4）我们对于“飞利浦广电定制机”尤为看好。

三、盈利预测与投资建议

我们维持之前判断，过去几年公司转型阵痛时期基本渡过，2012 年是业绩拐点，盈利能力将从低谷开始返身向上。

鉴于 2013 年全球智能电视及 OTT 产业发展将实现实质性突破，公司推出的“飞 phone+飞 pad+飞看+飞 TV”，有望主导“四屏合一”家庭娱乐市场，引领行业发展方向。由于公司产品支持多种制式（DVB、OTT 与 IPTV），其兼容性更为理想；加之产品界面与外观时尚、用户体验良好，公司的业务具有爆发的可能性。我们认为，未来三年，基于公司深耕“四屏合一”家庭娱乐市场的判断，业绩有望迎来公司历史上最长的高增

长弹性时期。

考虑到公司“四屏合一”产品正式商用时间低于我们此前判断，下调 2013 年盈利预测。预计 2013~2015 年 EPS 分别为 0.70 元、1.17 元与 1.56 元，对应当前股价 PE 为 18X、11X 与 8X，维持“强烈推荐”评级，可给予 30 倍 PE，2013 年公司合理估值为 21 元。

四、风险提示：

1、市场竞争风险；2、政策风险；3、国际贸易风险；4、产品交付风险；5、税收优惠政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,106	3,420	6,676	9,017
增长率（%）	4.57%	62.34%	95.22%	35.07%
归属母公司股东净利润（百万元）	193	241	399	533
增长率（%）	761.18%	24.53%	65.99%	33.36%
每股收益（元）	0.57	0.70	1.17	1.56
PE	22.80	18.31	11.03	8.27
PB	3.33	3.33	2.53	1.92

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	2,106	3,420	6,676	9,017
减：营业成本	1,525	2,536	4,979	6,748
营业税金及附加	23	34	67	90
销售费用	153	250	474	631
管理费用	216	328	634	857
财务费用	72	48	72	84
资产减值损失	30	20	20	20
加：投资收益	11	50	10	10
二、营业利润	100	253	440	597
加：营业外收支净额	52	30	30	30
三、利润总额	152	283	470	627
减：所得税费用	(41)	42	70	94
四、净利润	193	241	399	533
归属于母公司的利润	193	241	399	533
五、基本每股收益 (元)	0.57	0.70	1.17	1.56
主要财务指标				
项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	37.22	23.82	17.15	15.14
成长能力：				
营业收入同比	4.6%	62.3%	95.2%	35.1%
营业利润同比	-411.7%	153.0%	73.8%	35.6%
净利润同比	761.2%	24.5%	66.0%	33.4%
营运能力：				
应收账款周转率	1.65	1.90	2.03	1.77
存货周转率	7.51	9.02	9.87	8.54
总资产周转率	0.68	1.00	1.32	1.20
盈利能力与收益质量：				
毛利率	27.6%	25.8%	25.4%	25.2%
净利率	9.2%	7.0%	6.0%	5.9%
总资产净利率 ROA	6.3%	7.1%	7.9%	7.1%
净资产收益率 ROE	15.8%	18.2%	26.1%	26.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.26	1.40	1.29	1.31
资产负债率	58.5%	63.5%	73.1%	73.1%
长期借款/总负债	2.5%	2.5%	1.4%	1.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.70	1.17	1.56
每股经营现金流量	0.65	(1.07)	(3.58)	(1.71)
每股净资产	3.87	3.87	5.10	6.72

资产负债表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	292	0	0	0
应收票据	35	68	134	180
应收账款	1,382	2,223	4,339	5,861
预付账款	78	120	234	316
其他应收款	103	154	300	406
存货	302	456	896	1,215
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,196	3,021	5,903	7,977
长期股权投资	145	150	150	150
固定资产	354	351	342	332
在建工程	4	(6)	(16)	(21)
无形资产	115	104	92	81
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	992	599	568	542
资产总计	3,188	3,620	6,471	8,520
短期借款	885	955	2,228	2,881
应付票据	139	228	448	607
应付账款	541	888	1,743	2,362
预收账款	45	76	149	202
其他应付款	18	15	15	15
应交税费	(0)	2	2	2
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,741	2,164	4,585	6,069
长期借款	47	57	67	77
其他非流动负债	76	77	78	79
非流动负债合计	123	134	145	156
负债合计	1,866	2,298	4,730	6,225
股本	341	341	341	341
资本公积	504	504	504	504
留存收益	476	477	896	1,449
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,322	1,322	1,742	2,294
负债和股东权益合计	3,188	3,620	6,471	8,520

现金流量表				
项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	224	(365)	(1,222)	(585)
投资活动现金流量	(243)	40	10	5
筹资活动现金流量	(217)	33	1,212	580
现金及等价物净增加	(240)	(292)	0	0

资料来源：民生证券研究院

分析师与联系人简介

郑平，中国人民大学管理学博士，曾任工信部高级工程师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。